



铸件业务将成新增长点

增持 维持

投资要点:

- 维持今年业绩不变, 下调今年毛利率、管理费用率、财务费用率
- 收购铸件公司成为新的增长点
- 提高明年业绩增速, 期待明年业绩带来的投资机会

报告摘要:

- 业绩符合预期, 费用控制对冲成本上涨。上半年实现收入 3.89 亿元, 同比增长 3.4%; 归母净利润为 0.38 亿元, 同比下降 1.44%。二季度表现明显好于一季度。毛利率为 15.8%, 同比下滑了近 5 个百分点; 净利率为 9.72%, 同比下降了 0.5 个百分点。销售费用率为 1.94%, 同比略有下降; 管理费用率为 4.74%, 同比下降了 2 个多百分点; 财务费用率为 -1.62%, 显著下降, 同比减少了 1 个多百分点。
- 压缩机出货价上涨导致毛利率环比上升。上半年原材料价格同比大幅上涨, 导致毛利率同比下滑较多。研发支出减少降低了管理费用率。加息背景下募投项目资金为公司赚得了不少利息收入。
- 新增长点: 收购眉山市衡锋铸钢有限公司。收购价格为 5600 万元, 对应 PE 为 9.15 倍, 收购价格划算, 将增厚公司业绩和提升估值。预计丹甫将加大该铸件业务的投入, 考虑到此业务的高成长性和强于现有业务的盈利能力, 我们对铸件业务的未来发展有较高期待。
- 维持“增持”评级。上调了明年业绩增速, 预计丹甫 2011-2013 年营业收入增速分别为 24%、42%、23%, 归属母公司股东净利润分别增长 13%、39%、27%, EPS 分别为 0.54、0.75、0.95。2011 年 PE 为 28 倍, 未来 3 年复合增长率为 26%, PEG 为 1.07。目前公司估值偏高, 短期面临减持压力, 但随着募投项目解决产能不足瓶颈和投资铸件业务, 我们建议长期关注以等待投资机会。
- 风险提示: (1) 下游饮水机和冰箱需求放缓; (2) 成本大幅上涨, 盈利水平显著下降; (3) 管理能力跟不上企业规模较快扩张。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	482.97	649.17	802.72	1141.44	1404.50
同比增长率	4.30%	34.41%	23.65%	42.20%	23.05%
归属母公司净利润(百万元)	75.05	63.38	71.53	99.75	126.92
同比增长率	36.02%	-15.55%	12.87%	39.45%	27.23%
每股收益(元)	0.562	0.475	0.536	0.747	0.951
P/E (倍)	23.02	27.26	27.99	20.07	15.78

资料来源: 公司公告, 宏源证券预测

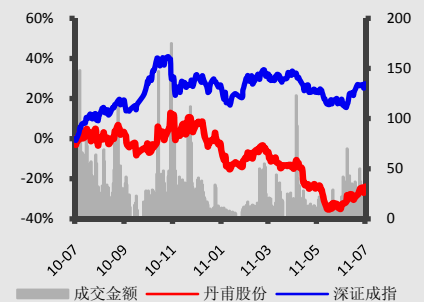
家电行业研究员

张泽京 (S1180511010003)

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本(亿)	1.335
流通股本(亿)	0.872
股价(元)	15.00
第一大股东	罗志中
第一大股东持股比例	15.59%

数据来源: 公司公告, 深交所

相关研究

丹甫股份: 今年蛰伏, 明年会更好 (2011.6.14)

2011 年中期策略报告: 保障房建设利好厨卫和空调 (2011.6.24)

空调行业 11 年 5 月报 空调和压缩机高增长渐趋明朗 (2011.5.24)

格力电器: 高速增长符合预期 (2011.4.21)

空调行业 11 年 4 月报 空调景气可持续龙头发力出口 (2011.4.20)

业绩符合预期，费用控制对冲成本上涨

业绩符合预期。丹甫股份 2011 年上半年实现收入 3.89 亿元，同比增长 3.4%；归母净利润为 0.38 亿元，同比下降 1.44%。EPS 为 0.28。公司早前预计 2011 年 1-6 月净利润同比下降 0-30%，业绩预告偏保守。二季度表现明显好于一季度。

原材料上涨导致盈利水平下降。2011 年上半年丹甫的毛利率为 15.8%，同比下滑了近 5 个百分点；一季度毛利率为 14.7%，二季度毛利率环比上升了 2 个百分点。净利率为 9.72%，同比下降了 0.5 个百分点。

费用控制给力。上半年：销售费用率为 1.94%，同比略有下降；管理费用率为 4.74%，显著下降，同比下降了 2 个多百分点；财务费用率为 -1.62%，显著下降，同比减少了 1 个多百分点。

中期利润分配方案：每 10 股派发现金股利 4.5 元（含税），不转增，不送股。

原因分析

收入增速一般：今年饮水机和冰箱需求表现平平，且公司产能不足，对销量有所抑制。

毛利率同比下滑：上半年原材料价格同比大幅上涨，其中铜价一季度和二季度分别上涨了 22.7%、23.7%，导致毛利率同比下滑较多。

毛利率环比上升：二季度压缩机出货价有所上涨。

管理费用率同比下降：研发支出减少。

财务费用率同比下降：截止 6 月底丹甫有近 3 亿元的银行存款，使得公司的利息收入达 630 万元；在不断加息背景下，募投项目资金为公司赚得了不少利息收入。

铸件业务是新增长点

公司公告：经景丰公司和眉山市衡锋铸钢有限公司双方协商，拟以协议方式收购眉山衡锋铸钢有限公司生产经营性资产。委估资产账面价值 5426.09 万元，评估值 6399.22 万元，确定收购价格为 5600 万元。

资产收购方为四川景丰机械股份有限公司，系丹甫股份和自然人冷纪华拟共同投资设立的公司。其中丹甫股份拟持股比例为 51%；自然人冷纪华拟持股比例为 49%。

被收购方为眉山市衡锋铸钢有限公司，其法定代表人为冷纪华，是集有色铸件与黑色铸件生产为一体、具有 20 年生产历史的专业铸造公司，可承接单重 30 吨以下的各类铸件。公司总资产 2 亿元，我们预计年收入约 1 亿元，各类铸件年生产能力可达到 40000 吨。

收购价格合理，PE 为 9 倍

假定被收购的铸件公司今年收入约 1 亿元，净利率为 12%，则今年净利润为 1200 万元，归母净利润为 612 万元

(丹甫持股 51%)。

收购价格为 5600 万元，则 $PE=5600/612=9.15$ 倍。

参考 A 股市场某铸件上市公司的 PE 估值为 27 倍，因此我们认为此次收购价格划算，将增厚公司业绩和提升估值。

预计丹甫将加大该铸件业务的投入，考虑到此业务的高成长性和强于现有业务的盈利能力，我们对铸件业务的未来发展有较高期待。

盈利预测调整

我们维持今年的盈利预测不变。公司预计 2011 年前三季度归母净利润同比下降 0-10%，基于我们对公司业绩逐季度转好的判断，认为公司预计偏保守。下半年业绩关键看要看冰箱销售对需求的影响和铜价走势对成本的影响。

我们假定铜价下降空间较小，下调全年毛利率水平；下调管理费用率；基于加息预期，下调财务费用率；全年净利率基本不调整。

铸件业务将有效提高明年业绩，我们将调高明年的业绩增速。

由于收购的眉山衡锋铸钢有限公司生产经营性资产要到三季度合并报表，因此三季度财务指标同比数据将所有调整。由于并表时间较晚，此次财务预测暂不考虑铸件业务合并报表的影响。

估值：吸引力不够 关注明年

丹甫今年 PE 为 28 倍，PEG 为 1.07，估值偏高，且短期有一定的小非减持压力，因此近期投资吸引力不强。随着募投项目达产和投资铸件领域后，公司明年业绩将有一定程度地提升，将带来较好的投资机会，建议投资者关注。

风险提示

- (1) 下游需求放缓。饮水机和冰箱行业增速放缓，导致公司增长低于预期。
- (2) 成本大幅上涨。铜、钢材等原材料和人工成本、运输成本大幅上涨。
- (3) 地理位置偏僻，难以留住和吸引人才。
- (4) 管理能力跟不上公司规模发展，阻碍长期发展。

表 1: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	463.05	482.97	649.17	802.72	1141.44	1404.50
增长率(%)	-10.34%	4.30%	34.41%	23.65%	42.20%	23.05%
归属母公司股东净利润	55.18	75.05	63.38	71.53	99.75	126.92
增长率(%)	-0.19%	36.02%	-15.55%	12.87%	39.45%	27.23%
每股收益(EPS)	0.413	0.562	0.475	0.536	0.747	0.951
每股股利(DPS)	0.000	0.225	0.350	0.203	0.283	0.360
每股经营现金流	0.608	0.994	-0.870	1.403	-0.929	2.343
销售毛利率	16.33%	23.58%	20.78%	17.75%	19.59%	20.38%
销售净利率	11.92%	15.54%	9.76%	8.91%	9.62%	10.10%
净资产收益率(ROE)	27.53%	30.57%	8.68%	9.23%	11.92%	13.86%
投入资本回报率(ROIC)	24.49%	36.61%	54.91%	19.50%	32.92%	21.07%
市盈率(P/E)	36.29	26.68	31.60	27.99	20.07	15.78
市净率(P/B)	9.99	8.16	2.74	2.58	2.39	2.19
股息率(分红/股价)	0.000	0.015	0.023	0.014	0.019	0.024

资料来源: 宏源证券

表 2: 利润表预测

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	463.05	482.97	649.17	802.72	1141.44	1404.50
减: 营业成本	387.42	369.10	514.25	660.26	917.83	1118.29
营业税金及附加	0.97	1.28	1.58	1.92	2.73	3.36
营业费用	9.40	10.70	14.47	17.33	24.64	30.32
管理费用	18.07	33.14	52.31	48.16	70.77	88.48
财务费用	5.73	0.74	-3.63	-7.60	-2.15	-1.41
资产减值损失	0.37	1.03	-0.36	0.35	0.35	0.35
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	41.10	66.98	70.53	82.30	127.26	165.11
加: 其他非经营损益	21.23	18.06	1.80	1.86	1.86	1.86
利润总额	62.33	85.04	72.33	84.16	129.12	166.96
减: 所得税	7.15	9.99	8.95	12.62	19.37	25.04
净利润	55.18	75.05	63.38	71.53	109.75	141.92
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	10.00	15.00
归属母公司股东净利润	55.18	75.05	63.38	71.53	99.75	126.92

资料来源: 宏源证券

表 3: 资产负债表和现金流量表预测

资产负债表 (单位:百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	65.58	143.53	396.94	462.97	206.04	475.78
应收和预付款项	113.68	178.89	266.31	288.00	496.93	467.17
存货	60.04	39.39	97.60	78.28	166.21	131.68
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	77.16	76.14	106.74	189.17	261.60	224.02
无形资产和开发支出	4.62	4.51	4.40	3.91	3.42	2.93
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	321.09	442.45	872.00	1022.33	1134.19	1301.59
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	87.87	188.97	137.45	243.36	283.28	356.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	12.76	7.97	4.12	4.12	4.12	4.12
负债合计	120.63	196.94	141.57	247.48	287.40	360.97
股本	100.00	100.00	133.50	133.50	133.50	133.50
资本公积	38.14	38.14	472.90	472.90	472.90	472.90
留存收益	62.32	107.37	124.02	168.45	230.39	309.21
归属母公司股东权益	200.46	245.51	730.43	774.85	836.80	915.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	10.00	25.00
股东权益合计	200.46	245.51	730.43	774.85	846.80	940.61
负债和股东权益合计	321.09	442.45	872.00	1022.33	1134.19	1301.59
现金流量表 (单位:百万元)						
经营性现金净流量	81.22	132.69	-116.09	187.26	-124.04	312.86
投资性现金净流量	-19.41	-10.26	-44.61	-98.42	-98.42	1.58
筹资性现金净流量	-57.08	-136.98	521.51	-22.81	-34.46	-44.69
现金流量净额	4.73	-14.56	360.81	66.02	-256.93	269.74

资料来源: 宏源证券

张泽京：宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，曾任职于华泰联合证券研究所，2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、万和电气、华帝股份、爱仕达、苏泊尔、九阳股份、毅昌股份、三花股份、丹甫股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。